

学校编码: 10384
学号: 17620071151722

分类号_____密级_____
UDC_____

厦 门 大 学

硕 士 学 位 论 文

上市公司发行短期融资券及评级
对其股价影响的实证研究

Impact of Commercial Paper Issues and Credit Ratings
of Listed Firms on Their Stock Returns

陈颖颖

指导教师姓名: 沈艺峰 教授

专 业 名 称: 企 业 管 理

论文提交日期: 2010 年 4 月

论文答辩日期: 2010 年 5 月

学位授予日期: 2010 年 月

答辩委员会主席: _____
评 阅 人: _____

2010 年 4 月

厦门大学学位论文原创性声明

本人呈交的学位论文是本人在导师指导下,独立完成的研究成果。本人在论文写作中参考其他个人或集体已经发表的研究成果,均在文中以适当方式明确标明,并符合法律规范和《厦门大学研究生学术活动规范(试行)》。

另外,该学位论文为()课题(组)的研究成果,获得()课题(组)经费或实验室的资助,在()实验室完成。(请在以上括号内填写课题或课题组负责人或实验室名称,未有此项声明内容的,可以不作特别声明。)

声明人(签名):

年 月 日

厦门大学学位论文著作权使用声明

本人同意厦门大学根据《中华人民共和国学位条例暂行实施办法》等规定保留和使用此学位论文，并向主管部门或其指定机构送交学位论文（包括纸质版和电子版），允许学位论文进入厦门大学图书馆及其数据库被查阅、借阅。本人同意厦门大学将学位论文加入全国博士、硕士学位论文共建单位数据库进行检索，将学位论文的标题和摘要汇编出版，采用影印、缩印或者其它方式合理复制学位论文。

本学位论文属于：

（ ） 1. 经厦门大学保密委员会审查核定的保密学位论文，
于 年 月 日解密，解密后适用上述授权。

（ ） 2. 不保密，适用上述授权。

（请在以上相应括号内打“√”或填上相应内容。保密学位论文应是已经厦门大学保密委员会审定过的学位论文，未经厦门大学保密委员会审定的学位论文均为公开学位论文。此声明栏不填写的，默认为公开学位论文，均适用上述授权。）

声明人（签名）：

年 月 日

摘要

国内外有关公司融资活动对其股价会产生怎样影响的研究较多,已有研究主要关注首次公开发行、股票增发、企业债券、银行贷款、兼并重组等等。伴随着我国短期融资券的繁荣发展,国内有关短期融资券的研究也日益增多,不断深入。尽管发行短期融资券进行外部融资已经成为我国上市公司的一种重要融资方式,但是探讨发行短期融资券这一事件对公司股价产生什么样影响的研究非常少。我国短期融资券发行人多为国有大型企业,倾向于滚动发行或短时期内多次发行短期融资券,短融长投和利用短期债务偿还长期债务特点明显。另外,短期融资券的快速发展也推动了我国信用评级机构的进步。本文在这种现实和研究背景下,主要检验我国股票市场对发行短期融资券这一事件的反应及发行次数和发行主体信用评级对股价的影响。

本文使用我国 2005 年 5 月 26 日至 2009 年底发行短期融资券的上市公司为样本,通过事件研究法考察了上市公司发行短期融资券进行外部融资对股票市场的公告效应,并实证检验了发行次数以及发行主体信用评级对股价的影响。研究发现,股票市场对发行短期融资券这一事件呈现显著为正的反应,尤其是对于国有性质的发行公司来说。这说明发行短期融资券这一事件确实向投资者传递了信息,从而扩展了有关融资方式对股价影响的研究。另外还发现投资者对于适度规模(发行 3-4 次)的滚动发行持肯定的态度,但是对于过度规模的滚动发行(发行 5-6 次)呈现显著为负的股票回报。最后还发现信用评级机构对发行主体做出的信用评级向股票市场传递了有限的信息,评级最高 AAA 类别(包含 AAA-, AAA 两种评级)并没有获得高的股票回报。

关键词: 短期融资券; 公告效应; 滚动发行; 信用评级

Abstract

There are many existing research about stock reactions of firms' financing activities. These activities include initial public offerings (IPOs), rights issues, M&A, corporate bonds, bank loans. Along with the prosperity of Chinese Commercial Paper (CP), there are more and more domestic studies about CP. Although CP is an important external financing instrument, there are few studies about CP issues announcement effect. In addition, the issuers in China are mostly large, state-owned corporations. They tend to roll CP or issue several times in a short while and studies have found that they use short financing to invest in long-term projects and to substitute for the long-term debts. Besides, the rapid development of CP has put forward the progress of credit rating agencies. Under such realistic and research background, this study focuses on the stock market effects of issuing Commercial Paper and the role of credit rating agencies in China.

This study examines the announcement effects of CP issues, the impact on stock price of issue times and credit ratings using the sample of public firms issuing CP from May 26, 2005 to Dec. 31, 2009 through event study method. The study finds that announcements of CP issues generate significantly positive equity returns. When it comes to state-owned companies, the positive equity returns are more obvious. This shows that CP events convey information to investors, so this study enlarges the research about the stock market effects of financing activities. In addition, the study finds investors show positive attitude to the appropriate issue times (three or four times), but they believe that the over rolling issues (five or six times) are bad news. Finally, this study shows that the Chinese credit agencies do not play an important role in CP market and their credit ratings only convey very little information for stock market investors.

Keywords: Commercial Paper; Announcement Effects; Rolling Issues; Credit Rating

目 录

前 言	1
第一章 短期融资券及我国信用评级现状概述	3
1.1 短期融资券介绍	3
1.2 我国信用评级现状	8
第二章 文献综述与研究背景介绍	12
2.1 国外文献综述	12
2.2 国内文献综述	17
2.3 文献小结与本文研究思路	21
第三章 研究假设	23
3.1 发行短期融资券对股价的公告影响	23
3.2 滚动发行及信用评级对股票市场的影响	24
第四章 研究设计	26
4.1 研究方法与变量定义	26
4.2 样本选取与数据来源	28
第五章 实证结果	29
5.1 描述性统计	29
5.2 假设检验	30
第六章 结论	40
6.1 主要结论与启示	40
6.2 局限性与后续研究方向	41
附 录	42
参 考 文 献	45
致 谢	49

Contents

Introduction.....	1
Charpter 1 A Survey of Commercial Paper& Credit Rating	3
1.1 A Introduction of Commercial Paper	3
1.2 Current Situation of Credit Rating	8
Charpter 2 Prior Research & Research Background	12
2.1 Overseas Prior Research.....	12
2.2 Domestic Prior Research	17
2.3 Literature Summary	21
Charpter 3 Hypotheses.....	23
3.1 Announcement Effect of Issuing Commercial Paper.....	23
3.2 The Influence of Rolling & Credit Rating	24
Charpter 4 Research Design	26
4.1 Methods and Variables	26
4.2 Sample and Data.....	28
Charpter 5 Results	29
5.1 Descriptive Statistics	29
5.2 Hypotheses Test	30
Charpter 6 Conclusion	40
6.1 Conclusions & Implications.....	40
6.2 Limitations & Directions of Future Study	41
Appendix.....	42
References	45
Acknowledgements	49

前 言

2005 年 5 月 24 日以来,我国短期融资券发展迅速,即使面临全球经济危机的打击,发行量仍持续增长。截至 2009 年底,我国各类企业通过短期融资券累计筹集资金 16,643.15 亿元,其中 158 家上市公司累计发行 349 次短期融资券,共筹集资金 4,811.65 亿元。国内外有关公司融资活动对其股价会产生怎样影响的研究较多,既有公告效应也有长期表现的研究,已有研究主要关注首次公开发行、股票增发、企业债券、银行贷款、兼并重组等融资活动。相对其他融资方式研究的广度和深度来说,发行短期融资券进行融资对股票市场会产生什么样的影响所进行的实证研究非常少。随着我国短期融资券的迅速发展,运用短期融资券进行外部融资变得日益重要,发行短期融资券已经成为我国上市公司的一种重要融资方式,探讨发行短期融资券这一事件对公司股价产生什么样影响的深入研究也变得更有意义。国内研究从各自的角度对短期融资券进行了分析,但大部分研究为评述性文章,实证研究部分较少。探讨发行短期融资券公告效应的已有两份国外权威杂志发表论文的研究结论差异较大,国内唯一此方面的实证研究所采用的样本仅有 17 个,局限性很明显。在这种现实和研究背景下,本文以 2005 年-2009 年底我国上市公司发行短期融资券的公司为样本,通过事件研究法考察上市公司发行短期融资券进行外部融资对股票市场的公告效应,通过研究发行短期融资券这一事件是否向投资者传递信息,从而扩展关于融资方式对股价影响的研究。

我国短期融资券发行人多为国有大型企业,倾向于滚动发行或短时期内多次发行短期融资券,短融长投和利用短期债务偿还长期债务特点明显。尽管滚动发行是我国短期融资券发行的一大重要特征,但是发行次数对股价的影响尚无实证研究。另外,短期融资券的快速发展也推动了我国信用评级机构的进步。随着我国信用评级机构的不断发展和进步,对其评级结果有没有向投资者传递信息进行实证检验也具有了一定意义。国外有关信用评级及评级调整对股价影响的研究已经比较成熟,但是我国在此方面的实证研究仍为空白。本文通过分析发行次数及发行主体信用评级与股价波动的关系,为有关短融长投、短期债务替换长期债务、信用评级机构作用的理论研究提供实证证据。

跟以前研究不同的是,本文的研究建立在在新兴市场和不完美的信用市场基础上,拟采用的是中国 2005 年发行短期融资券以来截至 2009 底的 124 家上市公司的 254 次发行行为进行实证分析与探讨。本文通过事件研究法,采用迈克尔.J.塞勒(Michael J.Seiler, 2004)使用的标准化非正常收益率(SAR)检验进行分析,考察上市公司发行短期融资券前后一周内收益率与根据公司之前三个月预测出的正常收益率之间的变动,并进行企业性质,首次发行,发行次数,信用评级分类等具体分析。本文主要对下述问题进行实证研究探讨:

1, 发行短期融资券这一事件对公司股价的公告效应是什么?

2, 短期融资券的滚动发行对股票回报有影响吗?

3, 中国信用评级机构在不完善的信用评级体系下对短期融资券发行主体做出的信用评级能否向股票市场的投资者传递信息?

通过回答以上三个问题,本文以期能做出三个有意义的贡献:首先本文有关短期融资券对股票市场公告效应的发现将会帮助人们更好的了解中国股票市场的有效性。也会帮助人们理解公司进行短期融资时在银行贷款与短期融资券之间做出的选择。这些发现将进一步丰富有关股票市场对公司各种融资活动如何反应的研究。其次,发行次数对股价影响的研究对投资者有利,也可以为政策制定者提供实证研究支持,是不是可以一味支持某些企业连续或者短时期内多次发行短期融资券。最后,本文的研究能就有关信用评级机构对中国股票市场是否发挥作用提供实证研究证据,通过展示对拥有起步晚的信用市场和新兴的信用评级机构的发展中国家的研究,这会对不断增加的有关信用评级影响的研究有所裨益。

本文研究结构安排如下:

第一部分,对国际上以美国为代表的商业票据市场进行介绍,对我国短期融资券的定义,发行条件,发展状况与特色,以及我国信用评级现状进行简单阐述。

第二部分,梳理回顾国内外相关研究文献,重点介绍国外关于公司融资方式及信用评级对股价影响的理论及实证研究,以及总结我国短期融资券已有研究。

第三部分,提出本文的研究假设。

第四部分,进行研究设计。

第五部分,给出本文的实证结果以及对实证结果进行分析。

第六部分,本文的研究结论,局限性及后续研究的展望。

第一章 短期融资券及我国信用评级现状概述

1.1 短期融资券介绍

我国的短期融资券类似于国外货币市场上常见的商业票据，主要不同在于商业票据直接面向货币市场的广大投资者发行，而目前我国商业票据只面向银行间债券市场的机构投资者发行。商业票据是指“以融资为目的、直接向货币市场投资者发行的无担保商业本票”。20 世纪 60 年代商业票据市场开始真正繁荣起来，美国是典型代表。从市场规模和发展速度看，自 1960 年至 20 世纪末，美国商业票据的发行量每 10 年增长 3-4 倍，2000 年到达创纪录的 3434 亿美元。商业票据市场的繁荣还表现在其他国家商业票据市场及欧洲商业票据市场的产生和发展上。20 世纪 60 年代的加拿大，70 年代中期的澳大利亚，80 年代的法国、瑞典、英国、日本、芬兰等和 90 年代的比利时、荷兰等先后建立了商业票据市场，欧洲商业票据也出现在世界各主要金融中心。从全球票据市场来看，美国的商业票据市场占据全球商业票据市场 70% 以上的份额，但 20 世纪 80、90 年代以来，美国之外的商业票据市场发展迅速，其中欧洲和日本商业票据市场发展尤为突出。本节内容先通过概括总结美国商业票据市场的特色，再对我国短期融资券的发展进行阐述，最后强调短期融资券对我国的重要意义。

1.1.1 以美国为代表的商业票据市场发展简介

美国商业票据市场是世界上市场规模最大，发展最为成熟且最富流动性的商业票据市场。随着商业票据市场的快速发展，美国货币市场发生了重大变革，大额存单市场日渐缩小，短期国库券市场也一度退居次位，市场上发行在外的商业票据总额占货币市场待偿还票据总额的一半以上，是当今美国货币市场上最主要的工具。美国以发达的市场经济体制为基础来发展商业票据市场，政府不干预票据市场的发展，主要依靠制定完备的票据市场运行法律和规章制度，以约束市场的稳定、健康发展。短期资金以票据为载体进行的调剂、配置和流动完全通过市场化运作来完成，通过市场化利率机制调节短期资金的供求，影响票据市场参与主体的决策和行为，实现商业票据市场自身的供求均衡。

美国金融市场的参与者介入票据市场的程度很高，票据发行者包括了金融公司、非金融公司和银行控股公司。实力雄厚的金融性企业（分为三类企业：承包附属金融公司、银行相关的金融公司以及独立金融公司）是美国商业票据发行的绝对主力。这些金融性企业主要从事商业、储蓄和质押的银行业务，代理金融租赁和其它商业借贷，担保背书以及其它投资活动等。截至 2005 年 5 月末，美国商业票据市场余额为 15,034.7 亿美元，其中金融公司商业票据约占 90%。美国的机构和个人均可投资商业票据，机构投资者主要包括商业银行、外国银行、投资公司、非金融企业、政府、养老基金、货币市场共同基金等。商业票据发行者与投资者之间通过中介机构有机联系起来，票据买卖双方通过中介机构沟通信息，保证交易的顺利实施。

市场对非担保性质融资证券——商业票据的发行人要求非常严格，因此美国商业票据的发行者一般是信用等级较高的大企业。信用较差公司为了能低成本发行商业票据，经常通过第三方担保获得信用增级。信用增级方法包括银行备用信用证、母公司担保、保险公司赔付合约等，其中备用信用证最为常用。备用信用证约定，当发行人无法按期还款时，由开证行保证短期融资券的偿付。由于用于信用增级的备用信用证不可撤消，银行开立备用信用证为企业融资券担保需要承担较大的信用风险，因此会收取较高的费用。

美国商业票据的发行方式有两种：直接发行与通过证券交易商承销发行。大多数直接发行票据的公司是金融公司，这些机构需要连续不断向市场融资以便向客户提供贷款。直接发行适合于发行数额较大（发行额超过 5-10 亿美元），且需要经常发行商业票据的金融公司。美国约一半左右的商业票据是发行人直接销售的。虽然商业票据主要的交易方式是购买并持有到期，但美国商业票据的二级市场十分活跃，最小的交易量是 10 万美元，投资者发生资金困难时可要求承销机构或发行人回购商业票据。商业票据还可以用于利率互换交易，其收益率跟随其他货币市场工具变化。

美国商业票据实行备案管理，为了避免证券注册引起的成本，商业票据发行期限一般不超过 270 天。除此之外，美联储贴现窗要求用做抵押的商业票据余额不能超过 90 天，所以 90 天以内的商业票据更受市场欢迎。事实上，期限为 30 到 50 天最为常见，发行人会通过短期商业票据的滚动发行，来满足自身对融

资期限的实际需求。当信用评级下降时，商业票据发行人就很难再继续滚动发行从而不得不退出市场，这使美国商业票据市场形成了一个“有序退出”机制。

1.1.2 我国短期融资券现状介绍

1989 年，中国人民银行下发《关于发行短期融资券有关问题的通知》，以文件形式肯定了各地发行融资券的做法。但在社会上乱提高利率、乱集资、乱拆解的“三乱”背景下，各地方开始超规模发行债券，个别地区甚至演变为以高利率集资，最终导致了短期融资券的昙花一现。

2005 年 5 月 24 日，中国人民银行发布了《短期融资券管理办法》（以下简称“《管理办法》”）及《短期融资券承销规程》、《短期融资券信息披露规程》两个配套文件，允许符合条件的企业在银行间债券市场向合格机构投资者发行短期融资券。这也是自从 1998 年年底《企业债券管理条例》停止实施 7 年之后，几近关闭的企业债市再度重启。短期融资券，是指企业依照《管理办法》规定的条件和程序在银行间债券市场发行和交易并约定在一定期限内（最长不超过 365 天）还本付息的有价证券，是经过信用评级、风险程度较低、流动性较好、收益率通常高于同期限国债的一种重要的投资工具和流动性管理工具，是货币市场的重要组成部分。

根据《管理办法》，国内依法设立的企业法人，具有稳定偿债资金来源和较强的到期偿债能力，最近一个会计年度盈利，募集资金用途符合国家规定，近三年没有违法和重大违规行为，具有健全内部管理体系和募集资金的使用偿付管理制度，以及符合央行规定的其他条件，即可提出融资券的发行申请。企业必须经过信用评级机构的评级，在 20 天内向央行备案。短期融资券的具体情况依赖于信用评级机构的信用评级报告，是信用债券。企业需将发行行为的合规性、财务状况、信用评级等十余个附件连同文件一起上报，进行发行披露、定期披露和重大事项公告，在融资券的存续期内，企业应当每半年进行一次跟踪评级并对银行间市场成员公开披露。

自央行发布“管理办法”以来，我国短期融资券稳步迅速发展，即使在面临全球经济危机打击的情况下规模仍不断扩大（见图 1.1）。2005 年 5 月 26 日至 2009 年 12 月 31 日，各类企业通过短期融资券累计筹集资金 16,643.15 亿元，其中 158 家上市公司累计发行 349 次短期融资券，共筹集资金 4,811.65 亿元。另外，整体

来看，我国企业短期融资券发行主体多为国有大型企业，资金雄厚，信誉较好；发行规模大，企业单次发行最多的为 300 亿元，大部分集中在 10 亿到 30 亿之间；发行期限绝大多数为 1 年期；短期融资券债券信用等级均为 A-1（福禧投资除外），发行主体信用评级为 A 及以上；发行利率随央行票据利率升高而逐渐升高，呈阶段性特征。与其他融资工具相比，短期融资券发展十分迅速，已成为企业的一个重要融资工具。从发行规模来看，短期融资券超过同期金融债券的四分之一，远远超过公司债券的规模，大约是 A 股全部 IPO 规模的两倍（见表 1.1）。另外，考虑到企业能够通过发行短期融资券迅速筹集到大量资金（众数为 10-20 亿元每次，而且许多公司存在滚动发行），发行短期融资券已成为公司的一项重要决定，能直接影响其现金流和融资结构。

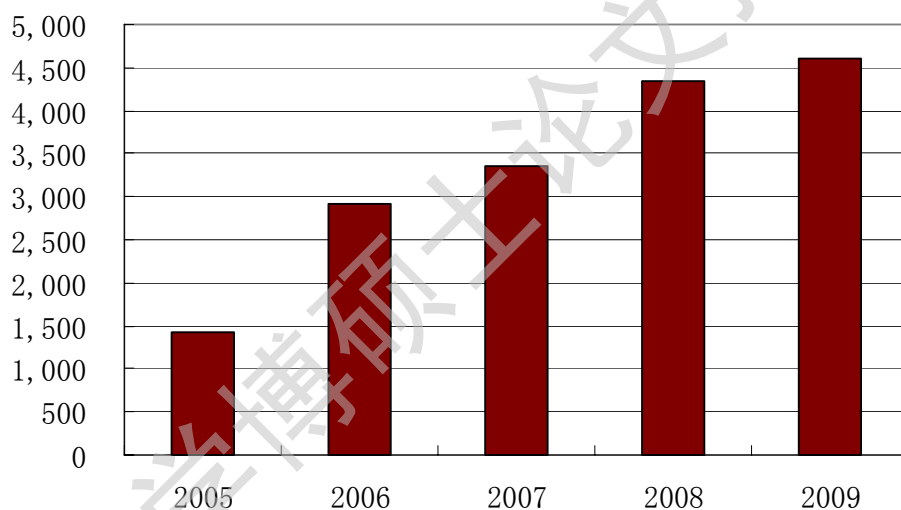


图 1.1 短期融资券 2005-2009 年发行规模 (单位: 亿元)

表 1.1 短期融资券与其他融资工具的融资规模比较^a (单位: 亿元)

	2005	2006	2007	2008	2009	合计
短期融资券	1424.00 ^b	2919.50	3349.10	4338.50	4612.05	16643.15
企业债券	654.00	995.00	1719.86	2366.90	4252.33	9988.09
金融债券	7117.00	9550.00	11904.60	11783.30	14749.10	55104.00
A 股新股发行	57.63	1341.70	4770.83	1034.38	1878.98	9083.52

注：a：数据来自中国债券信息网及 Resset（锐思）金融数据库

b：从 2005 年 5 月 26 日开始

1.1.3 发展短期融资券的重要意义

短期融资券的启动和快速发展，对于加强中国货币及资本市场^①的多层次建设，拓宽企业的融资渠道以及丰富投资者的投资品种等都具有重要意义。

首先，短期融资券是货币市场的重要组成部分，它的建立与发展有利于健全和完善资本市场体系。短期融资券的发行，是货币市场工具的重要创新，对于改变直接融资与间接融资比例失调，疏通货币政策传导机制，防止广义货币供应量过快增长，维护金融整体稳定都具有重要的战略意义。1996 年中国开始逐步建立货币市场体系，但是直到目前我国货币市场仍处在初期发展阶段，交易规模小，交易工具少。货币市场的不发达影响了货币政策的有效传导，并制约了我国金融市场的发展和完善。没有相应的货币市场，资本市场的发展缺乏风险规避和风险流动的调节机制。资本市场发展到一定程度，如果没有货币市场的发展来支持，资本市场很难有进一步的发展。短期融资券的快速发展有力的促进了我国货币市场的进一步发展，也有利于推动我国资本市场的进一步完善，发展短期融资券市场有利于资本市场与货币市场的协调发展。

其次，企业发行短期融资券一方面可以提高企业的短期资金流动性，较好地满足企业对流动资金的需求（特别是当银行信贷处于紧缩时期时）。另一方面可以改善企业的融资结构，有效拓宽其融资渠道，面向多种机构投资者，改变企业发展高度依赖银行体系的状况。短期融资券为企业打开一扇新的直接融资窗口，降低了企业对间接融资的依赖程度。在银行间市场发行短期融资券，企业可更便捷，用更低的成本进行融资，从而实现融资渠道多元化，回避单一融资的风险。这可以缓解困扰上市公司的融资瓶颈问题。从整个市场层面来看，对所有欲使用某种有效金融工具来解决短期项目资金不足的企业来说，如何在一年左右的短期内募得巨额资金是项目成败的关键，而发行企业债和上市公司增发配股周期长，银行贷款资金成本又相对较高。因此短期融资券可以作为一个契合这些企业项目投产的融资工具。另外可以降低企业财务成本，改善短期财务结构。与银行贷款相比，发行短期融资券具有成本优势，发行的批次、期限也可以由企业根据自身

^①资本市场是指期限在 1 年以上的中长期资金借贷市场，相应地，融资期限在 1 年以下的称作货币市场。资本市场不仅包括股票市场，还包括融资期限在 1 年以上的银行信贷市场、债券市场以及基金市场等；股票市场因为其规模较大，影响较深而为投资者最为熟悉。货币市场主要包括期限在 1 年以内的银行信贷市场、同业拆借市场、票据贴现市场以及回购市场等。

的经营状况自主确定，从而能够有效降低企业的成本。以中国石化（600028）为例^②，该公司 2004 年年末的短期借款为 267 亿元，其加权平均借款利率为 4%，占其流动负债的比例为 18.57%，在 2005 年发行了 100 亿票面利率为 2.54% 的短期融资券之后，该公司 2005 年年末的短期借款下降为 161 亿元，占其流动负债的比例也下降到 9.61%。可以看出，短期融资券的发行不仅使中国石化节约了 1 亿元左右的融资成本（假设发行费用等占发行总额的 0.5% 左右），而且显著地改善了中国石化的短期债务结构。

最后，短期融资券启动之前，中国银行间债券市场的短期债券品种主要包括国债、央行票据和政策性金融债。他们由国家信用担保，风险很小，收益也很低。短期融资券的推出，丰富了银行间债券市场投资者的投资品种，使他们能够在承担适当风险的情况下，提高投资的收益率。在国外成熟市场上商业票据早已成为货币市场基金主要的投资品种。在我国，短期融资券推出之前，货币市场上的交易品种十分有限，央行票据是多数货币市场基金的重仓品种。作为一种创新的金融工具，短期融资券推出后增加了货币市场的交易品种和投资工具，丰富了货币市场结构。从收益率上看，由于信用风险的存在，企业短期融资券的预期收益率要求要高于同期限的国债和央行票据。而且当前融资券的发行主体多为各行业的大型优质龙头企业，信用风险低，到期收益率却很高。

1.2 我国信用评级现状

信用评级是市场经济条件下信用关系的产物，在国际上已有 100 多年的发展历史。简单的说，所谓信用评级，是由专门的评级机构对市场主体偿还债务的能力或某种金融工具的投资风险进行评估并用特定符号标识从而展示给投资者的过程。尽管由次贷危机引发的全球金融危机使国际信用评级机构的权威性受到质疑，但是自 20 世纪初美国穆迪公司建立世界上第一家信用评级机构以来，信用评级行业经过百年的发展，在揭示和防范信用风险、降低交易成本以及协助政府进行金融监管方面发挥了重要作用。信用评级制度是现代市场经济体系不可或缺的组成部分。

^② 参见吴育辉，魏志华，吴世农. 2009. 中国上市公司发行短期融资券的影响因素分析[J]. 金融研究(5): 93-106.

1.2.1 我国信用评级机构介绍

何伟，周晓志（2009）对中国信用评级机构现状进行了分析。他们认为，经过二十年发展，我国信用评级机构在评级理念、评级方法、指标体系、执业标准等方面有了不同程度的进步，在信贷市场、债券发行，甚至在招标投标、财政投资项目等方面都得到不同程度的应用。据统计，截至 2007 年底，我国共有 78 家专业从事信用评级业务的法人机构，1983 名信用评级专业人员。

国内原有五大资信评级机构，分别为中诚信国际、联合资信、大公国际、上海远东资信、上海新世纪评级。中诚信，联合，大公三家约占 95% 的市场份额，而上海远东和新世纪市场份额很小，只有市场不到 5% 的份额，市场影响力非常小，并且上海远东目前已退出评级市场。三大评级机构中，联合资信拥有一半以上的评级市场业务，为国内最大的评级机构，但是只有大公国际资信没有外资进入。伴随着短期融资券市场的发展壮大，我国的信用评级机构业务量快速增长，信用评级机构也取得了进步。2006 年和 2007 年两年间，评级机构对借款企业主体评级累计 8 万多笔，对担保机构主体评级累计 700 多笔，债项评级累计 779 笔，其中 89.5% 的债项评级为短期融资券评级；与 2006 年相比，2007 年银行间债券市场债项评级增长了 53.75%。

但是，从另一方面来说，我国信用评价方面的法律法规分散，目前还没有强制性的法律或部门、行业性的法规来保证实行。而且我国信用制度建设起步晚，内外部评级机构的评级标准与评级方法存在较大差异，导致各评级机构之间的评级结果缺乏可比性，也缺乏权威评级机构。从短期融资券评级来看，对于发行主体的信用评级要求缺乏对流动性的关注。而且与国际著名评级机构相比，我国的评级机构不仅在规模上小而散，而且在经验上不足。从现状来看，外资评级机构占据了超过 2/3 的中国债券评级市场份额，所评级的对象包括了我国能源、通讯，甚至军工等敏感行业在内的各主要行业及主要骨干企业。在金融债券市场，外资评级机构的评级对象囊括了包括四大行、股份制银行在内的主要金融机构。

1.2.2 我国短期融资券信用评级介绍

由于《管理办法》规定企业必须经过信用评级机构的评级，在 20 天内向央行备案。短期融资券的具体情况依赖于信用评级机构的信用评级报告，是信用债券。作为无担保债券，在短期融资券发行过程中，信用评级的定价作用被寄予了

Degree papers are in the "[Xiamen University Electronic Theses and Dissertations Database](#)". Full texts are available in the following ways:

1. If your library is a CALIS member libraries, please log on <http://etd.calis.edu.cn/> and submit requests online, or consult the interlibrary loan department in your library.
2. For users of non-CALIS member libraries, please mail to etd@xmu.edu.cn for delivery details.

厦门大学博硕士论文摘要库